



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2016年投资策略研讨会

证券研究报告 2015年11月25日

新“进化论”：物竞天择，变者成长

医药行业2016年度策略

行业评级：增持

姓名：丁丹（分析师）
邮箱：dingdan@gtjas.com
电话：0755-23976735
证书编号：S0880514030001

姓名：胡博新（分析师）
证书编号：S0880514030007
姓名：屠炜颖（分析师）
证书编号：S0880514090002

姓名：杨松（研究助理）
证书编号：S0880114080037
姓名：赵旭照（研究助理）
证书编号：S0880114080042
姓名：于溯洋（研究助理）
证书编号：S0880115070047

产业生态环境变化推动产业进化：走向更有质量的成长

- 医药行业生态环境正在发生重大变化：①人口：全民健康消费升级+老龄需求放大；②医保：面临更大压力；③终端：单“一”向“二、三”分流；④政策：十三五规划全面放开二胎和养老；监管变革净化秩序。——产业进化方向：①大结构：制药业去产能、服务业大发展；②制药品类：辅助用药退化、优秀治疗品种突围。
- 传统制药业受政策压制增长乏力，预计2015-2016年收入增速放缓至10%左右。新兴产业则在政策扶持、技术进步、资本投入下迎来万物生长的时代。

“适者生存”不是产业方向，“变者成长”才是王道

- 我们沿产业进化路径绘制了全新医药板块投资图谱，建议重点增持那些处于“应用主导的初始阶段和市场主导的增长阶段”的成长股：①流通创新：嘉事堂、太安堂；②创新药+产业链转移：恒瑞医药、九洲药业；③诊疗服务：北陆药业、爱尔眼科、乐普医疗、汉森制药。
- 此外，由于宏观层面的结构转型、中观层面的产业导向以及微观层面的业绩倒逼，一个新的“种群”正在形成并繁荣：“跨界转型”——即其他传统产业向医疗健康产业的转型。重点关注那些由政府投资转向民间投资的细分领域：如医疗服务和养老产业。个股选择着重考察资本开支持续性和市值弹性。受益标的：湖南发展、千足珍珠。

风险提示

- 新兴产业发展进度不达预期的风险；制药业面临的政策压力可能超市场预期从而使行业增长预期更低。

01

天择：产业环境进化

02

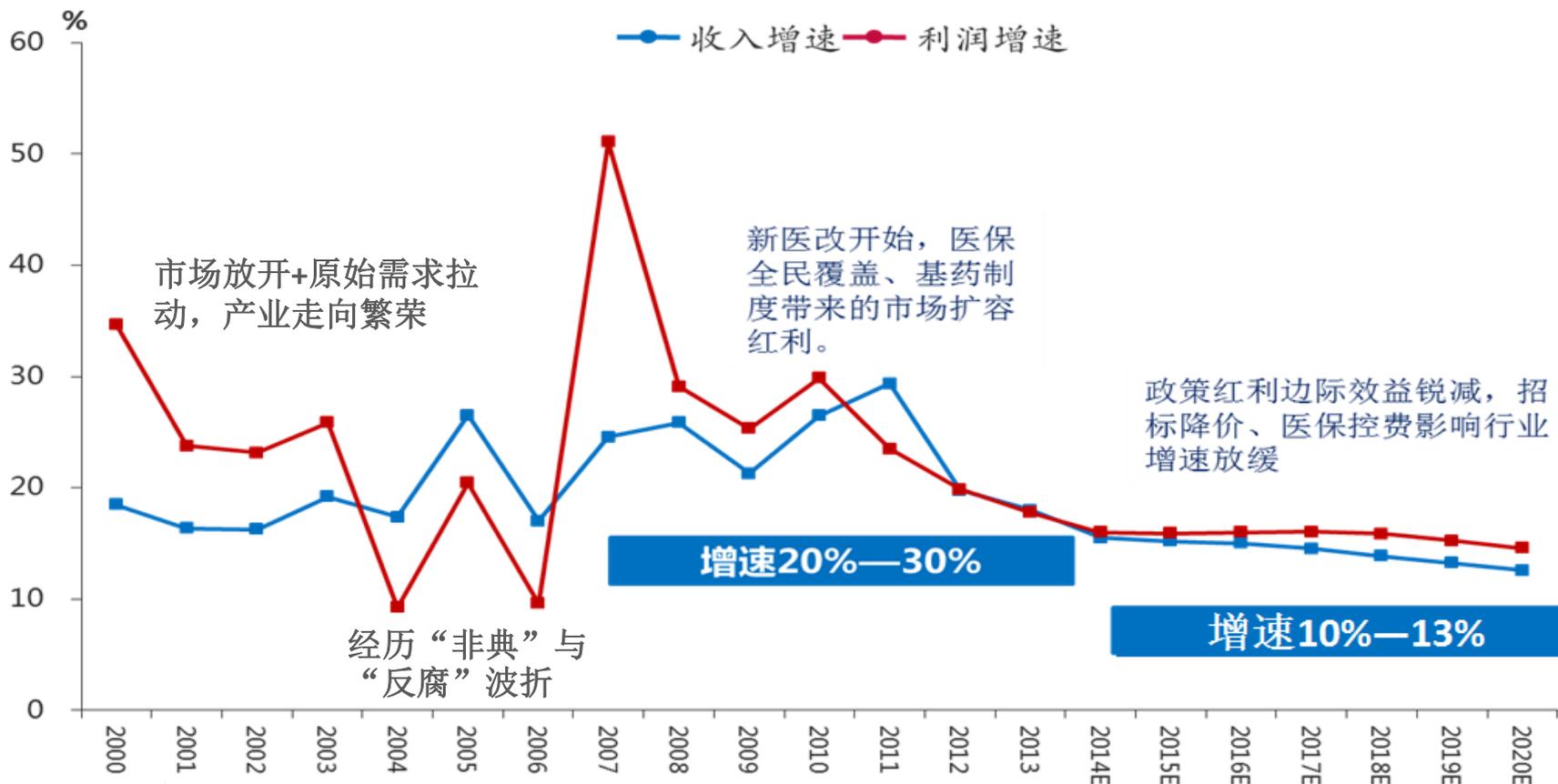
物竞：创新求变寻成长

03

估值探讨和投资图谱

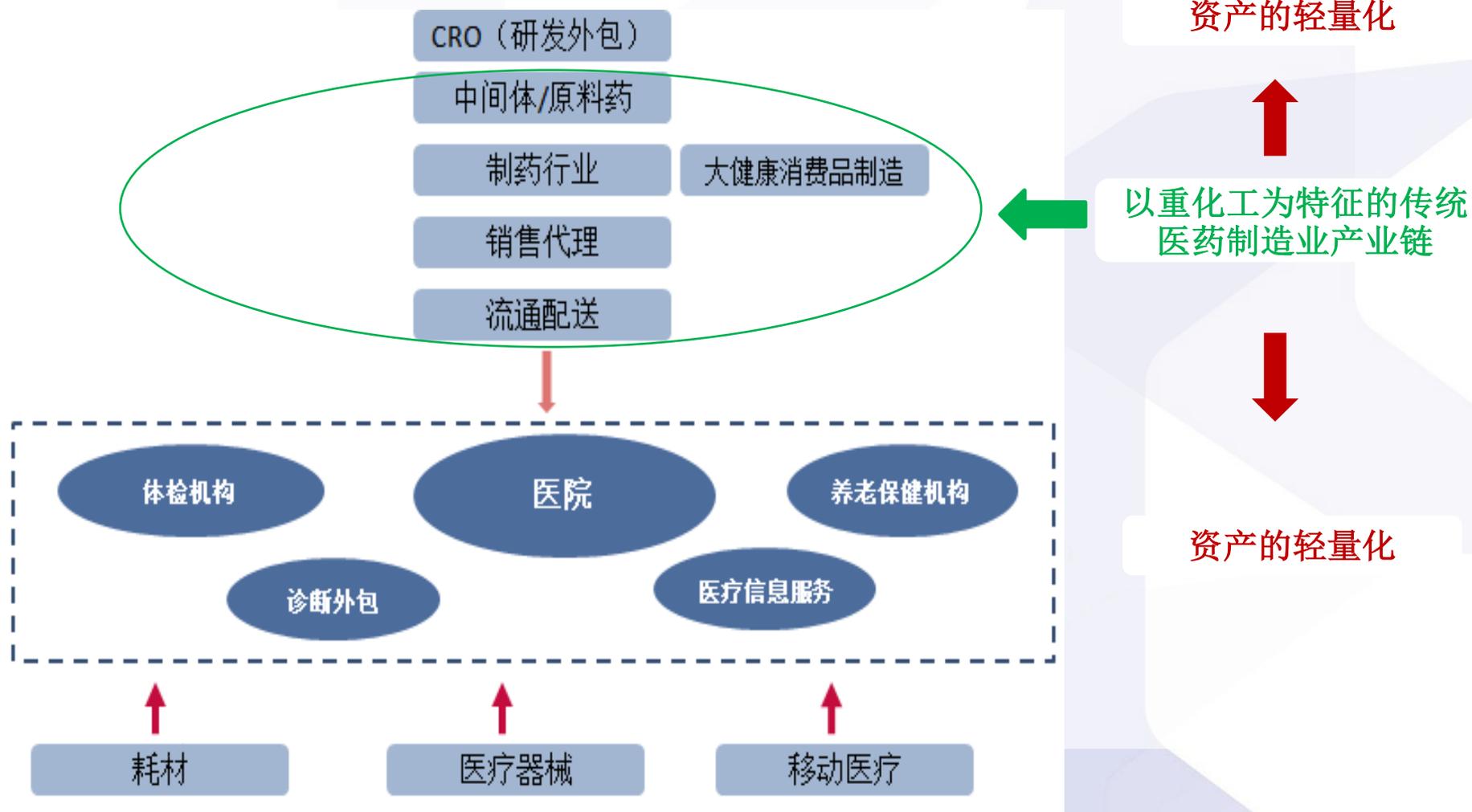
医药制造业增长趋势：政策大周期下的增速换挡

图.医药工业收入及利润预测增速



资料来源：wind，国泰君安证券研究

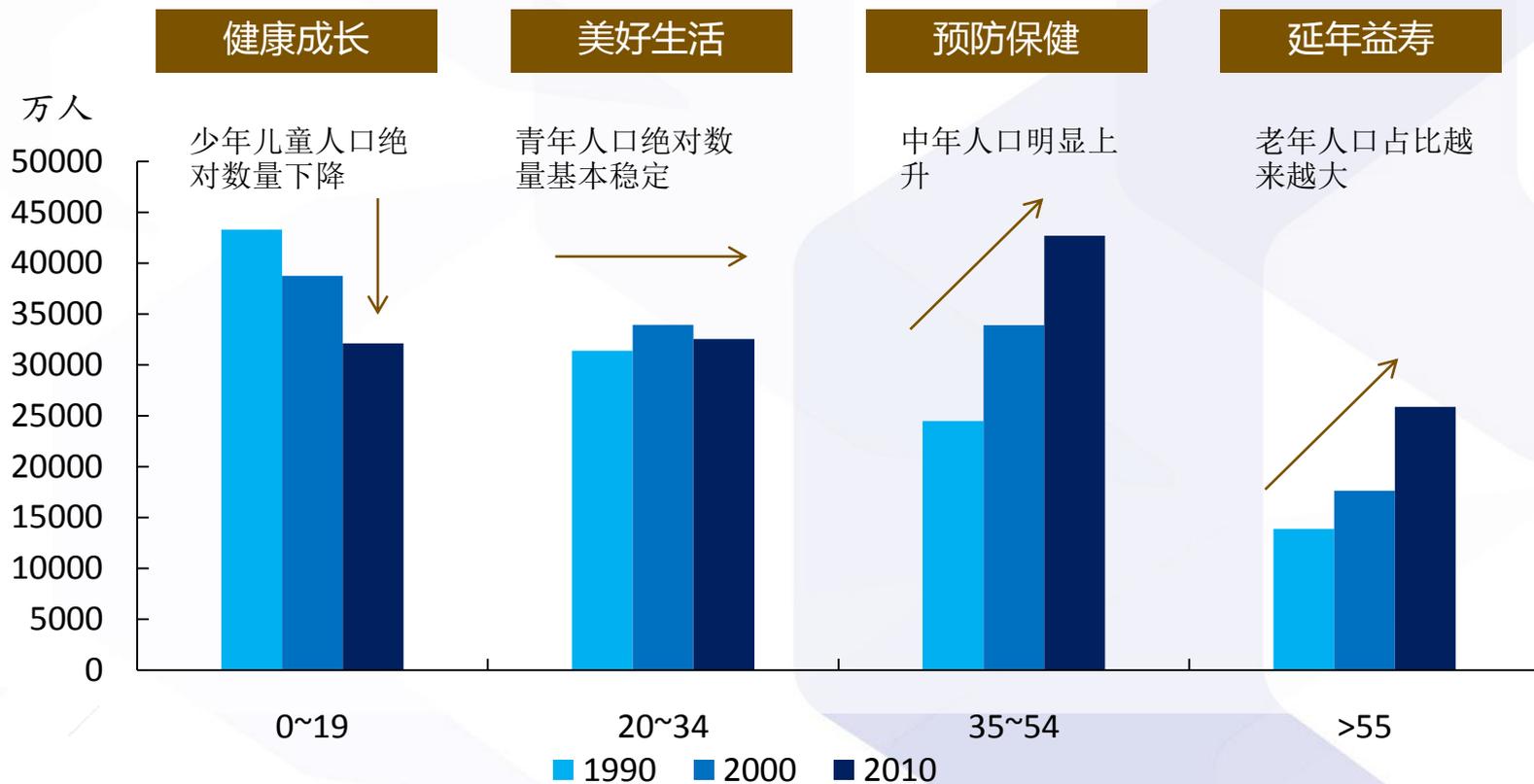
医药健康产业链的“进化”：资产轻量化



资料来源：国泰君安证券研究

行业生态环境已发生重大变化：人口

人口结构变化：老龄需求放大+全面消费升级

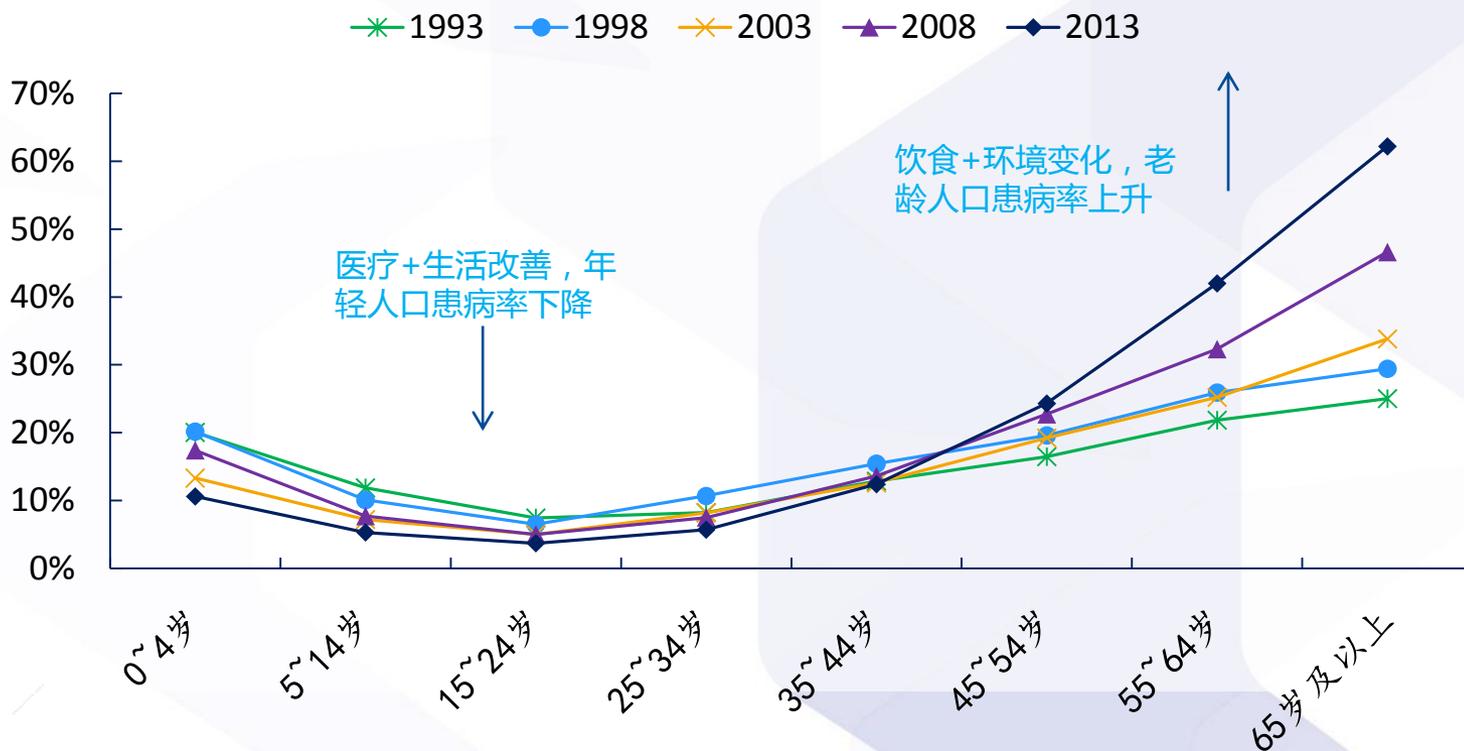


资料来源：中国卫生统计年鉴2014，国泰君安证券研究

行业生态环境已发生重大变化：人口

人口结构变化：老龄需求放大+全面消费升级

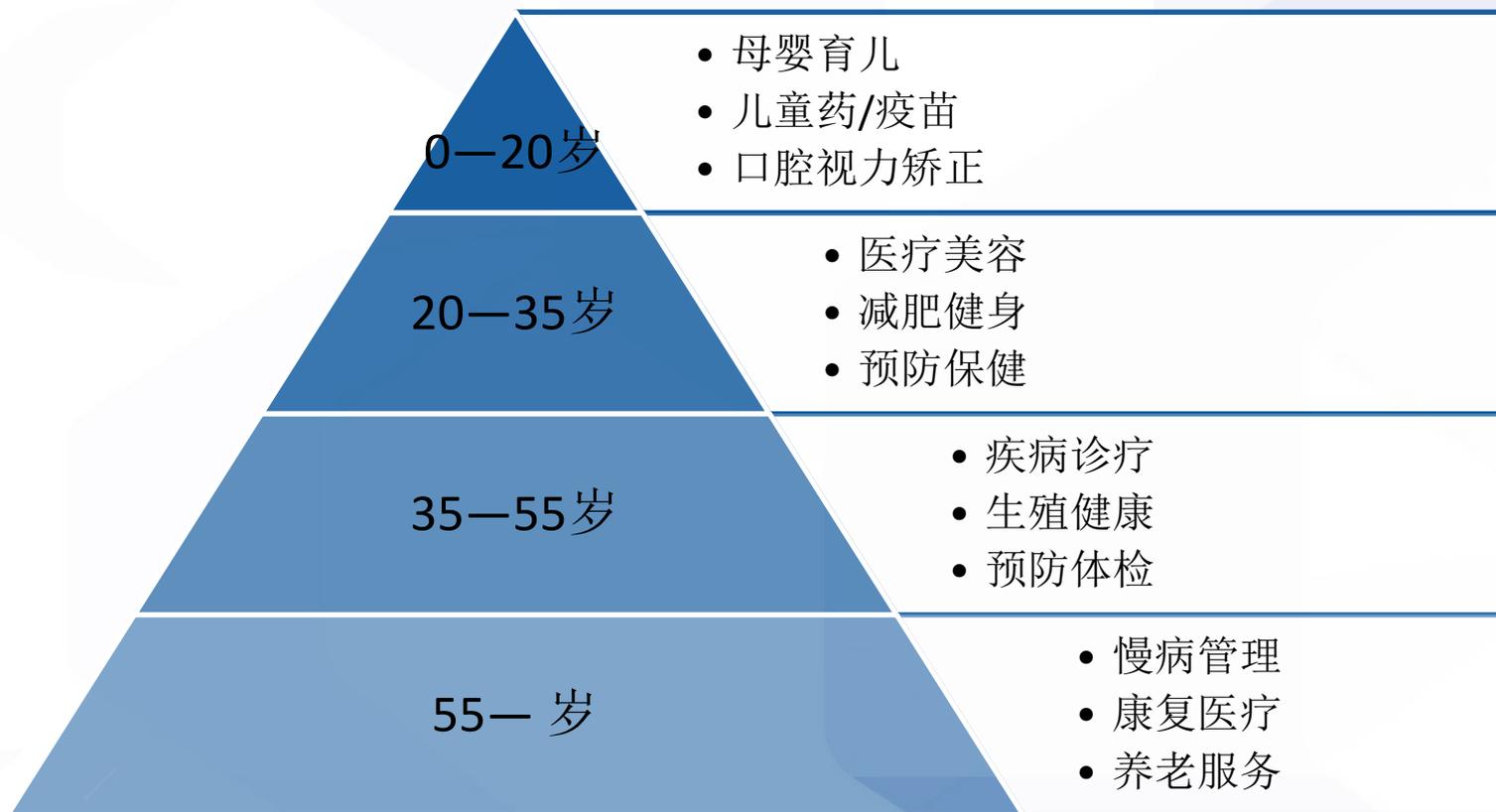
图：各年龄段人口两周患病率



资料来源：中国卫生统计年鉴2014，国泰君安证券研究

行业生态环境已发生重大变化：人口

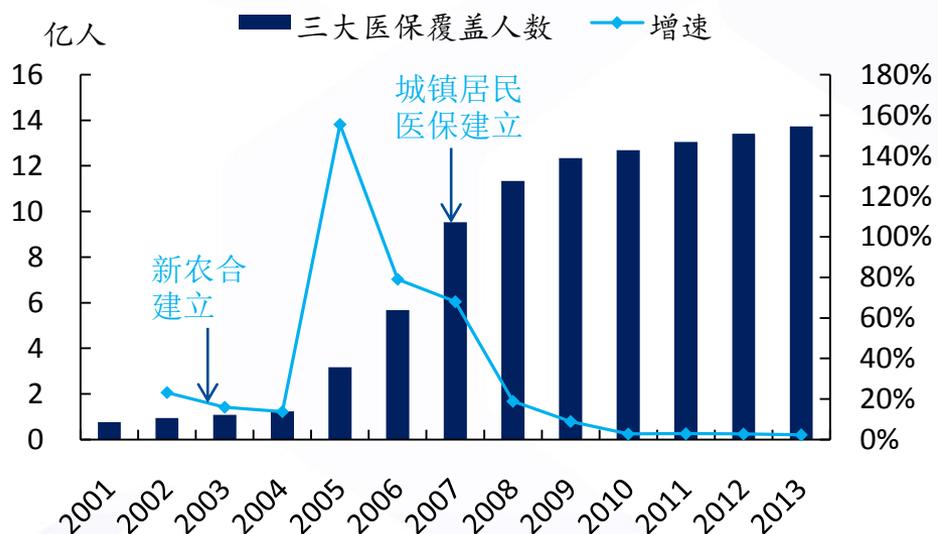
人口结构变化：老龄需求放大+全面消费升级



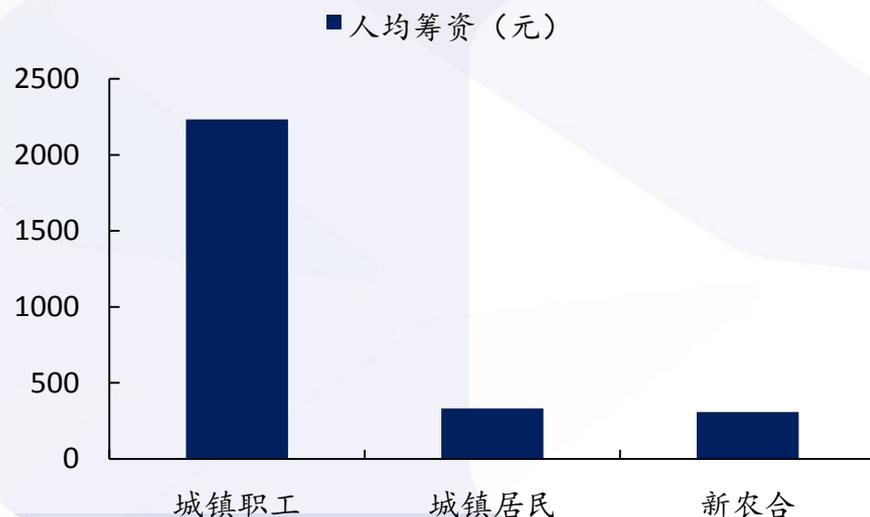
购买力变化：来自医保基金的压力

- 经过多年医保体系建设，尤其2009年新医改启动后的补欠账式提升“覆盖率+筹资水平”，至2013年三大医保覆盖人数合计13.7亿人，已经基本实现全民医保。居民和新农合筹资水平尚有提升空间，但支撑医保消费市场持续扩容的“政策红利”边际效应已大幅衰减。

图：医保覆盖人数已经饱和



图：城镇居民、新农合保障水平尚有较大提升空间



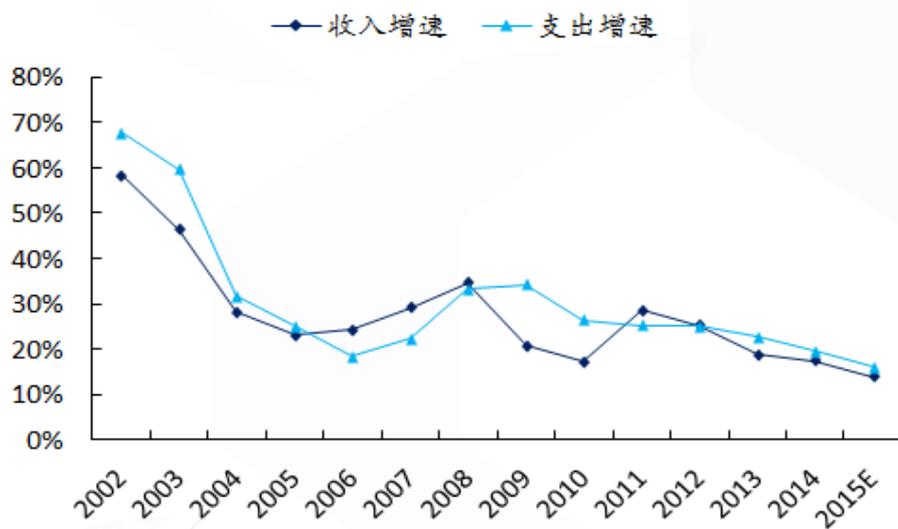
资料来源：人保部，卫生部，国泰君安证券研究

行业生态环境已发生重大变化：医保

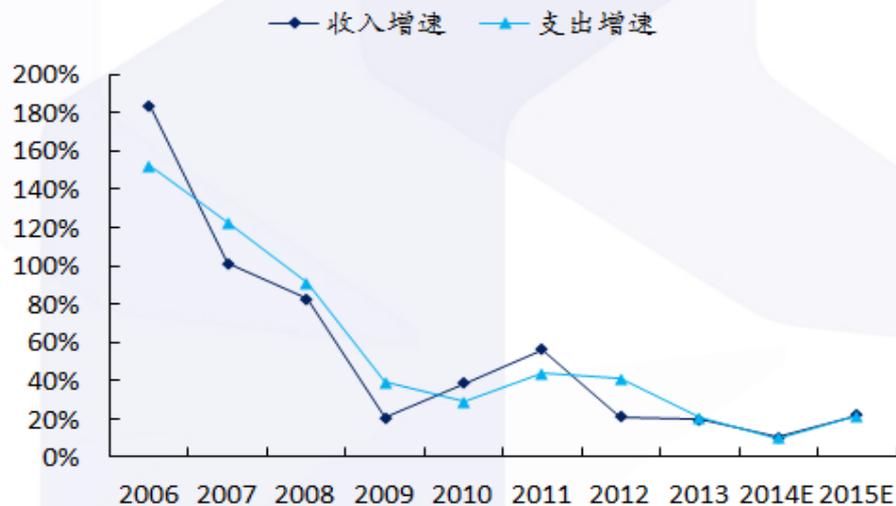
购买力变化：来自医保基金的压力

- 三保（城镇职工、城镇居民、新农合）合计超过1万亿元规模，是医药市场最大购买力
- 三保收支增速已大幅放缓、结余率不断下降，未来将面临严峻控费压力

图：城镇医保（居民+职工）收入、支出增速



图：新农合收入、支出增速



资料来源：wind，国泰君安证券研究

行业生态环境已发生重大变化：政策

2015医药政策回顾——关键政策

医药电商



- 互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）

药品招标



- 国家卫生计生委关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知
- 国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见

大病医保



- 国务院办公厅关于全面实施城乡居民大病保险的意见
- 国务院办公厅转发民政部等部门关于进一步完善医疗救助制度全面开展重特大疾病医疗救助工作意见的通知

公立医院



- 关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知
- 国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见

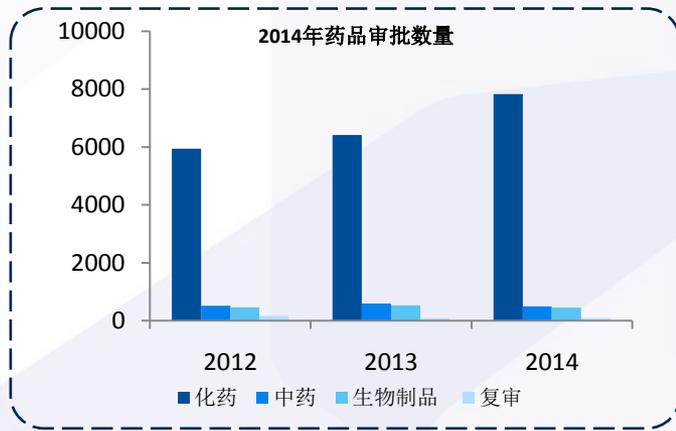
十三五规划



- 全面放开养老产业、全面放开二胎、健康中国

行业生态环境已发生重大变化：政策

2016年医药政策展望-期待改革加速



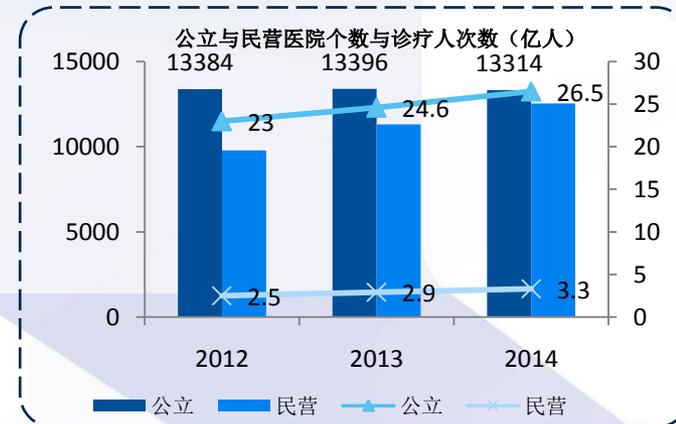
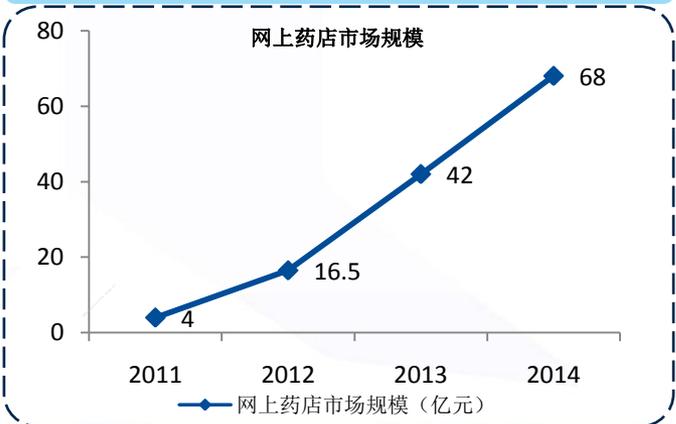
医保支付制度改革

药品注册审批改革

四大改革 政策加速

处方药网上销售放开

城市公立医院改革



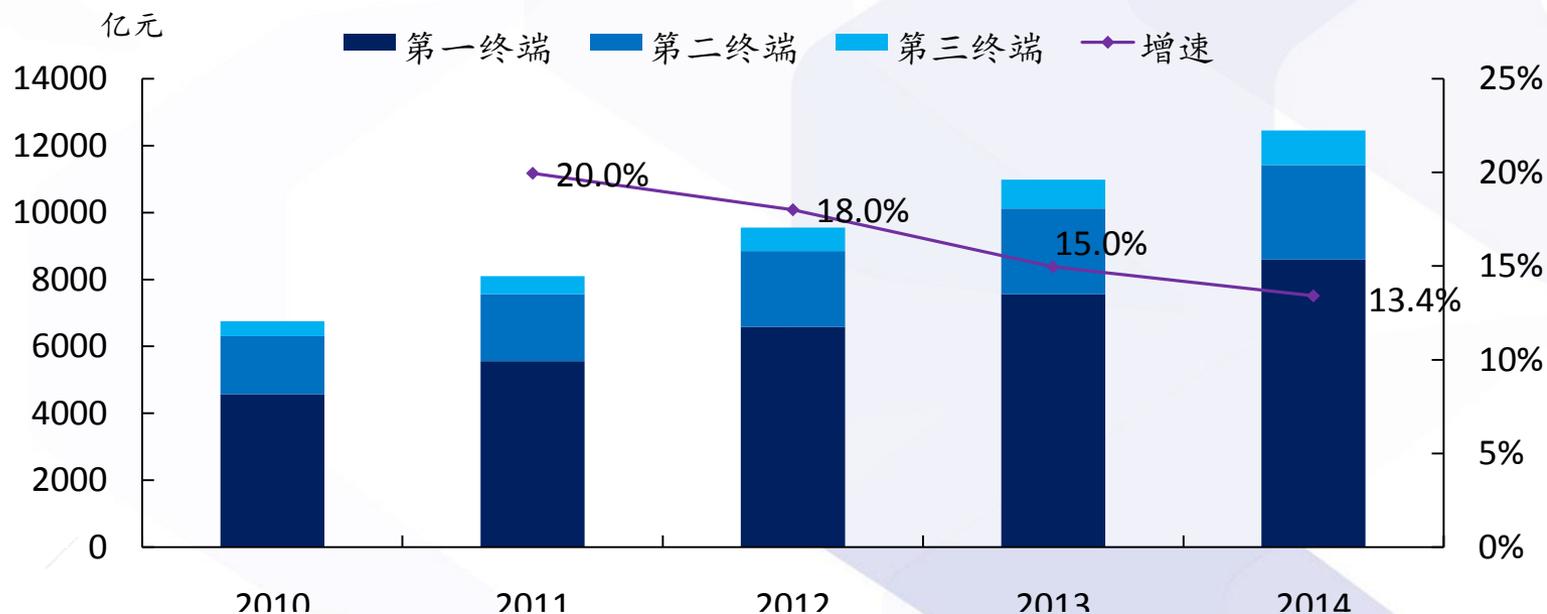
资料来源：人保部，卫生部，中国卫生统计年鉴，国泰君安证券研究

行业生态环境已发生重大变化：终端

三大终端结构性变化：从单“一”走向“二、三”

- 正在推进的分级诊疗和将要推进的医药分家、网售处方药的政策推进或将进一步导致第一终端（二级以上医院）向第二终端（零售药店）、第三终端（基层医疗机构）的分流。

图：三大终端药品规模已达1.2万亿



资料来源：SFDA南方所，国泰君安证券研究

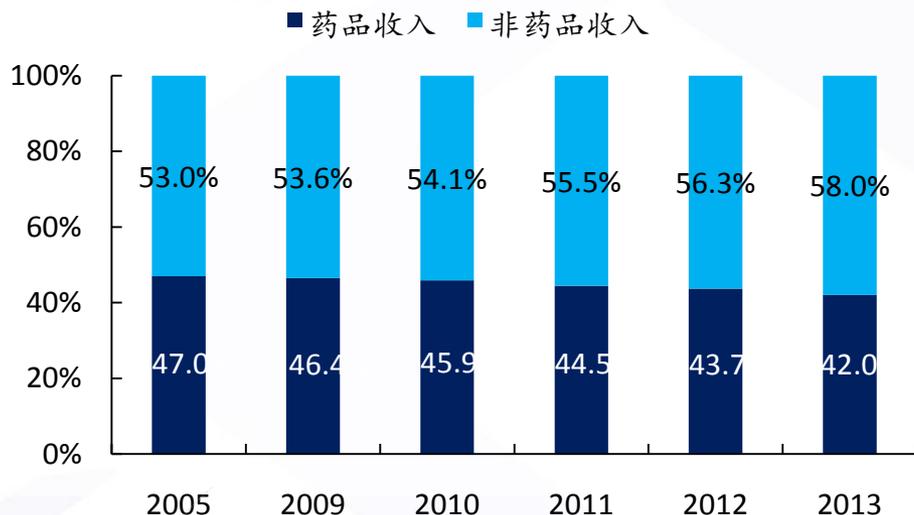
行业生态环境已发生重大变化：医/药结构

药品承压、医疗发展

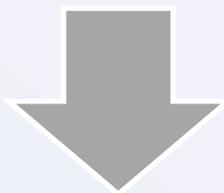
- 医疗收入中药品占比40%以上，远高于其他国家10%~20%的水平。
- 2017年药占比降至30%，药品的高压政策短期仍将持续

▶ 制药工业去产能

图：综合医院医疗收入中药品收入占比过高



- 药品零加成
- 医保控费
- 监管趋严



药

医



- 理顺服务价格
- 医师多点执业
- 分级诊疗

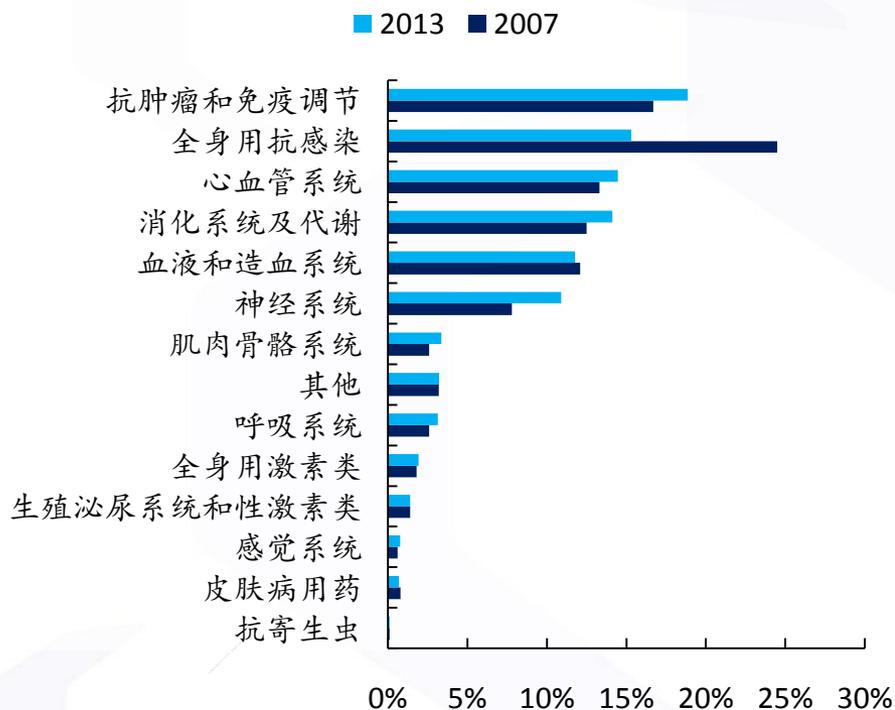
资料来源：中国卫生统计年鉴2014，国泰君安证券研究

行业生态环境已发生重大变化：品类结构

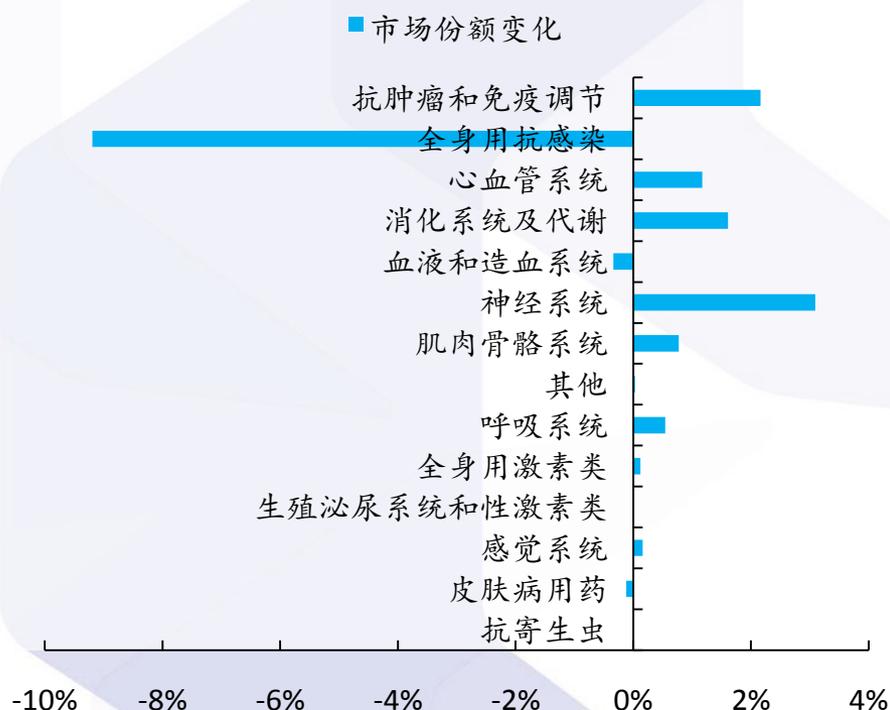
结构调整：更有质量的增长

- 影响因素：疾病谱变化+政策导向+医生利益
- 未来动向：中药注射剂、辅助用药承压；优秀治疗性品种崛起

图：医院终端化药各大类药品市场份额



图：药品市场份额发生明显变化



资料来源：SFDA南方所，国泰君安证券研究

01

天择：产业环境进化

02

物竞：创新求变寻成长

03

估值探讨和投资图谱

我们启用全新的医药行业分类：制造业、服务业

制造业

药品

健康消费品

医疗器械

服务业

流通服务

诊疗服务

研发服务

制药业：监管环境净化、创新药突围

三种模式结合：

- 销售体系完善的平台型大公司 恒瑞、绿叶、四环(H)、先声、复旦张江等
- 研发创新型中小公司 康弘、我武、贝达、百济神州、华领医药、深圳微芯等
- CRO投资参与研发 药明康德、中美冠科、信达生物等

仿创新药物 “Me-too / Me-better” 类扎堆严重，肿瘤为最大热点

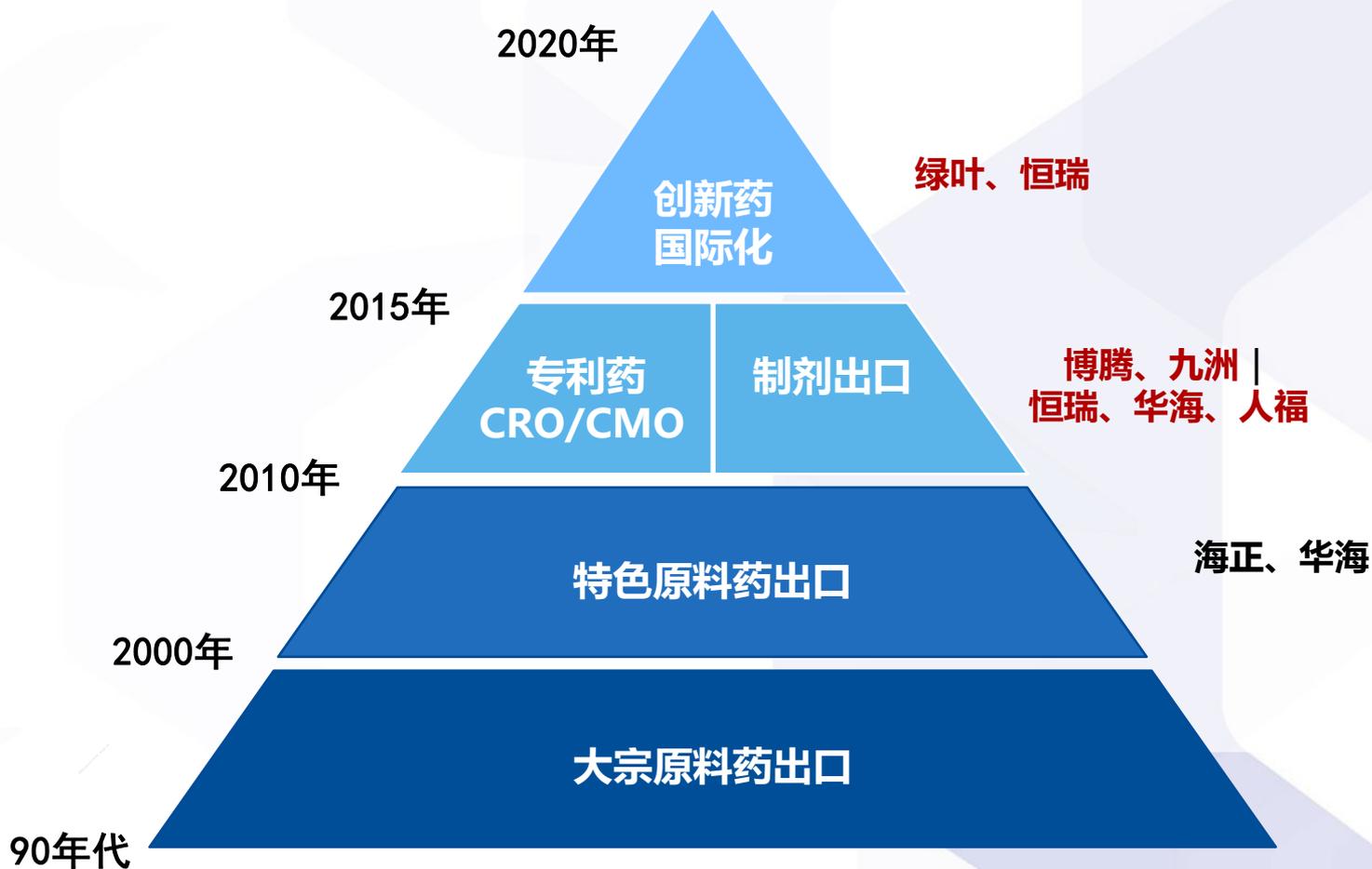
相关上市公司 / 拟上市公司

抗肿瘤	EGFR - TKI、VEGFR-TKI、多靶点单抗、PD-1单抗、细胞治疗	恒瑞、豪森、正大天晴、和记黄埔、丽珠、贝达、百济、微芯。。。
抗病毒	重组干扰素、蛋白酶抑制剂、核苷类似物	正大天晴、香雪、舒泰神。。。
糖尿病	三代胰岛素、GLP - 1类似物、SGLT-2抑制剂	恒瑞、通化东宝。。。
中枢神经系统	SPARI类	华海。。。
给药方式	微球、离子透皮	绿叶、丽珠、长春高新、阳普。。。

全球制药行业格局已然变迁，中国药企产业升级万事具备



2015年：中国CMO产业爆发之年，制剂出口收获之年，也是创新药国际化元年

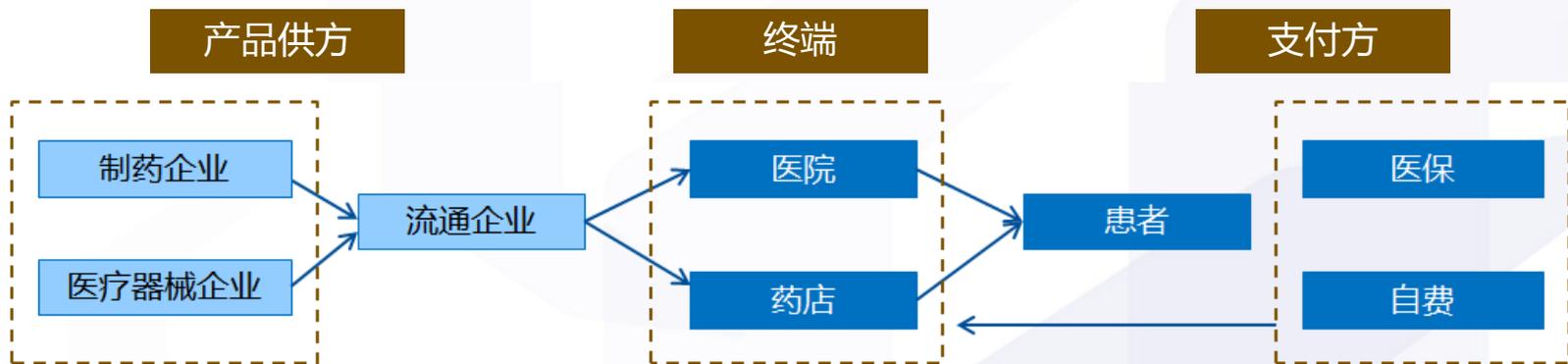


制药业：从“药品”向“医疗健康消费品”拓展

- 药品制造企业向医疗器械和大健康消费品领域的转型，在渠道、品牌上有一定产业基础
- 转型成功与否需较长时间验证，期间可能处于新业务布局和短期业绩承压的青黄不接阶段。



流通服务：优化流程，模式重构



“流通”新定义：物流、资金流、数据流

流通公司的模式重构：

- 医院控费市场的兴起：PBM、GPO、商保合作、其他供应链管理
- 医药电商市场兴起：B2B、B2C、O2O
- 增值服务：医疗信息化、DTP药房
- 品类变化：从药品走向器械耗材

嘉事堂、瑞康医药、柳州药业、上海医药

药店的三重机会：

- 药店行业进入整合时代（规模优势，如品牌共建、物流整合）
- 药店的行业扩容（医药分开，超10000亿医院市场VS近3000亿零售市场）
- 药店的入口价值（电商O2O、慢病管理、医疗服务）

一心堂、益丰药房、老百姓

诊疗服务：专业领域平台初现

- 多个专业细分领域均迎来政策扶植和产业资本涌入的大发展期

诊断（体检、第三方诊断）

- 体检：渠道端成熟，看整合和产业链延伸
- 第三方诊断：市场扩张和项目增加；肿瘤基因测序市场是蓝海

迪安诊断、北陆药业、江苏三友

疾病专科治疗（肿瘤、心血管、眼科等）

- 多数专业领域对专家依赖程度高
- 但相比综合类医院资产相对较轻、可扩张能力更强
- 盈利能力较强

爱尔眼科、益佰制药

辅助生殖

- 不孕不育为快速增长的蓝海市场
- 供给严重不足，亟待弥合
- 二胎放开带来新的增量

通策医疗、太安堂

医疗美容

- 中、青年人群消费升级
- 产品和服务供给均散乱，需要规范和整合者
- 盈利能力较强

爱尔眼科、华东医药（产品）

养老康复

- 政策支持，发展起步
- 养老产业链很长，医养结合（有医疗行为发生）是可能盈利的模式
- 需要掌握医疗资源

汉森制药、湖南发展、和佳股份

基于基因测序的精准医学大时代即将到来，贯穿制药工业和医学发展

医学基础	医学上对肿瘤认识深入到分子机理水平，精准医学具备形成刚性需求的科学基础：一是避免非靶向人群的过度治疗，实现同病异治；二是针对晚期癌症病人无药可治的情况提供更多选择，实现跨瘤种用药，即异病同治。
用药基础	原研靶向药物面临专利到期，国内仿制药企大量申报，同时，研发能力比较强的内资企业如恒瑞、豪森、正大天晴等储备了很多替尼、非尼类的仿创新药物（Me-too和Me-better），未来在临床使用时有了更多选择，也有更多的患者能够负担。
技术基础	而测序成本以超摩尔定律的速度在下降，为高通量测序大规模的临床应用奠定了条件，基于循环肿瘤细胞（CTC）和循环肿瘤DNA（ctDNA）的液态活检技术在临床上逐渐普及，预后定期随访成为可能。
政策基础	1-4月份CFDA颁发注册证以及卫计委试点名单公布，标志着基因测序行业的政策寒冰期彻底结束；8月份卫计委和CFDA印发《药物代谢酶和药物作用靶点基因检测技术指南（试行）》和《肿瘤个体化治疗检测技术指南（试行）》。在国家自上而下的推广下，临床医生对个性化用药的认知水平，作为制约行业发展速度的最重要因素，得到显著提升。

免疫细胞治疗迈向新阶段

国外第四代细胞免疫疗法CAR-T临床试验结果优秀，处于从临床向商业化转化的过渡阶段，Juno和诺华计划于2016年推动相关产品上市。国内已经有利润的企业，技术上仍以第三代技术DC-CIK为主，CAR-T技术研发处于早期阶段；受益政策放开，众多高校、企业大量投入，临床试验将陆续展开。

“新种群”的繁荣：跨界转型

宏观	<ul style="list-style-type: none">• 经济结构转型• 政府投资转向民间投资
中观	<ul style="list-style-type: none">• 产业规划政策导向• 原产业衰退或投资回报率下降
微观	<ul style="list-style-type: none">• 市值管理• 业绩倒逼• 企业家愿景



华业资本：地产 转型 医疗服务
苏宁环球：地产 转型 健康产业
中天城投：地产 转型 健康产业

湖南发展：水电 转型 养老康复
千足珍珠：养殖 转型 医疗服务
澳洋科技：化工 转型 医疗服务

01

天择：产业环境进化

02

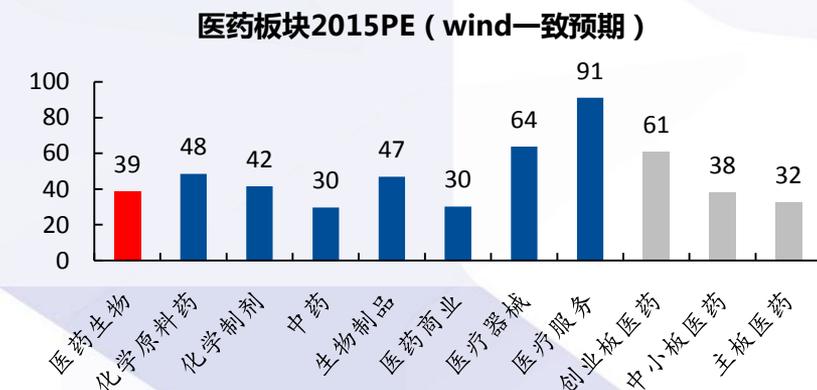
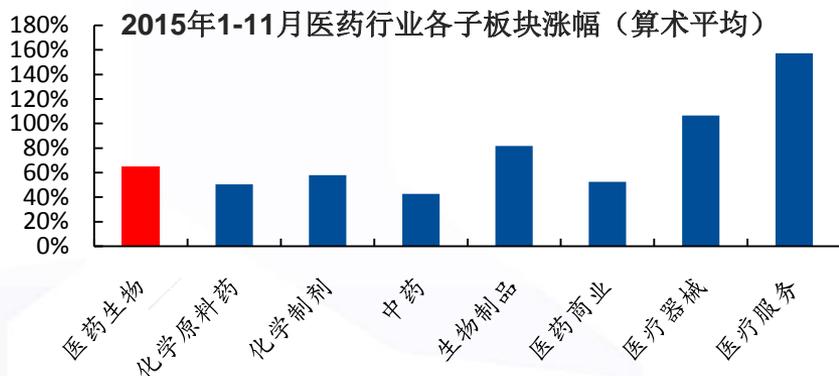
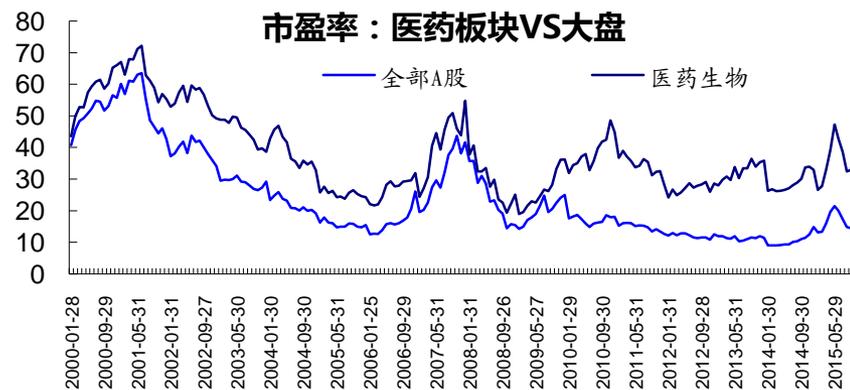
物竞：创新求变寻成长

03

估值探讨和投资图谱

估值高企、分化成为常态

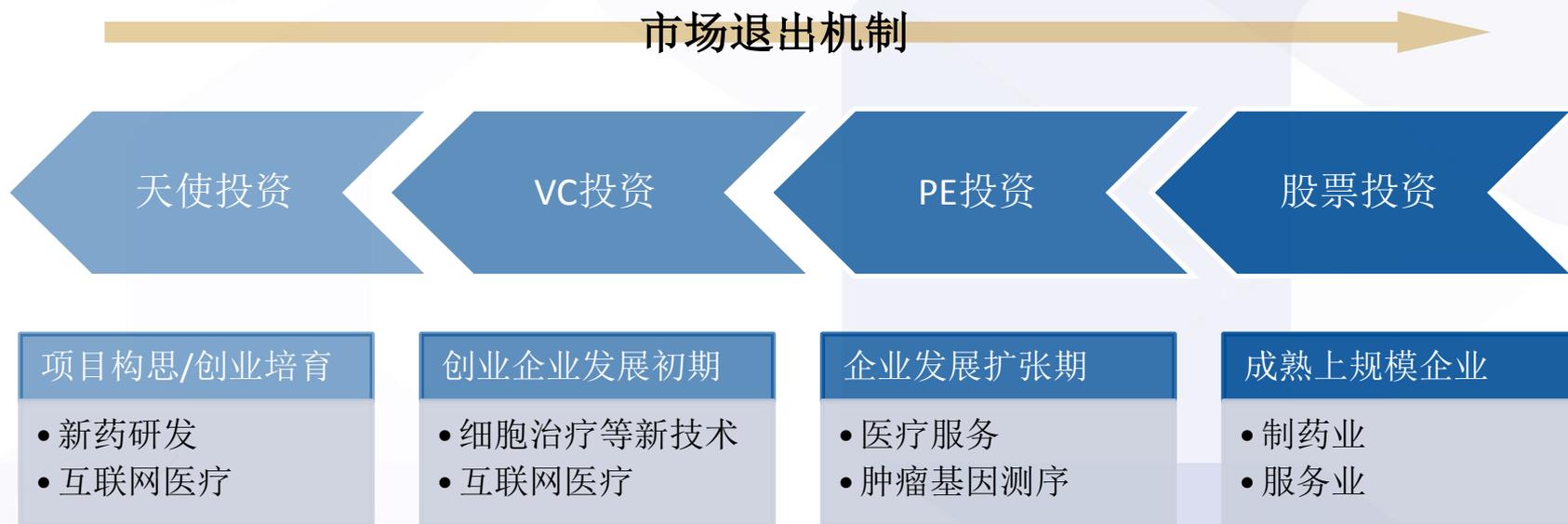
- 医药板块行情回顾：“资金杠杆+信息杠杆”导致波动大、周期短
- 估值高企，分化加剧：2015PE——板块39X，医疗服务90X，中药30X
- 2016年展望：IPO重启或将进一步加大对成长股的关注度



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

新兴领域估值方法探讨：风险偏好评价

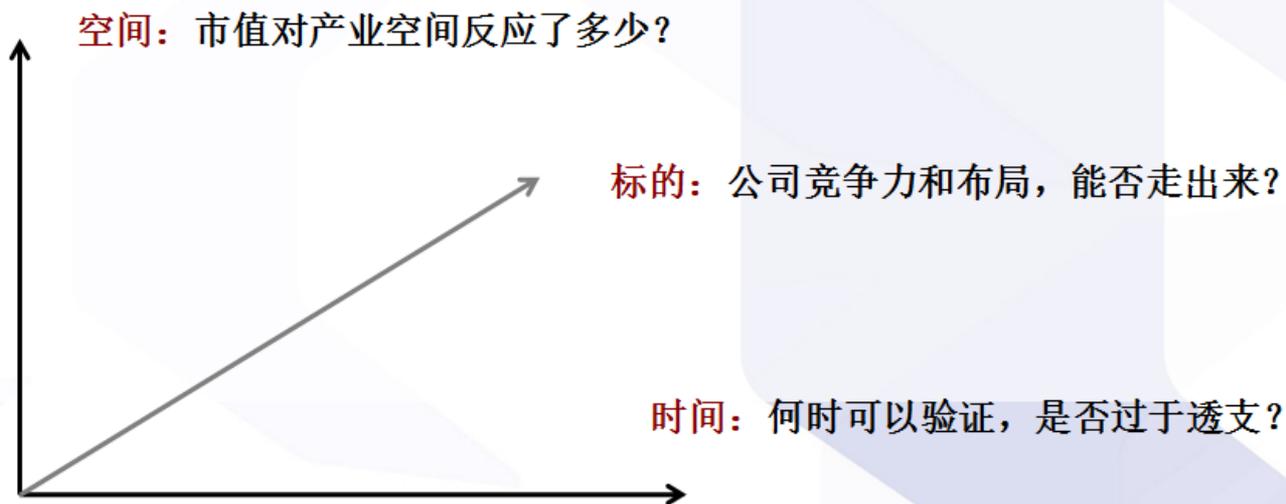
- 资本市场的评价、选择和监督机制，使得产业发展的经济价值通过市场得以评价和确认，以实现优胜劣汰，提高资源配置效率。
- 资本市场产业链越往前端风险越大，具体估值方法也不同。二级市场风险偏好越高，估值方法越往前端推移。



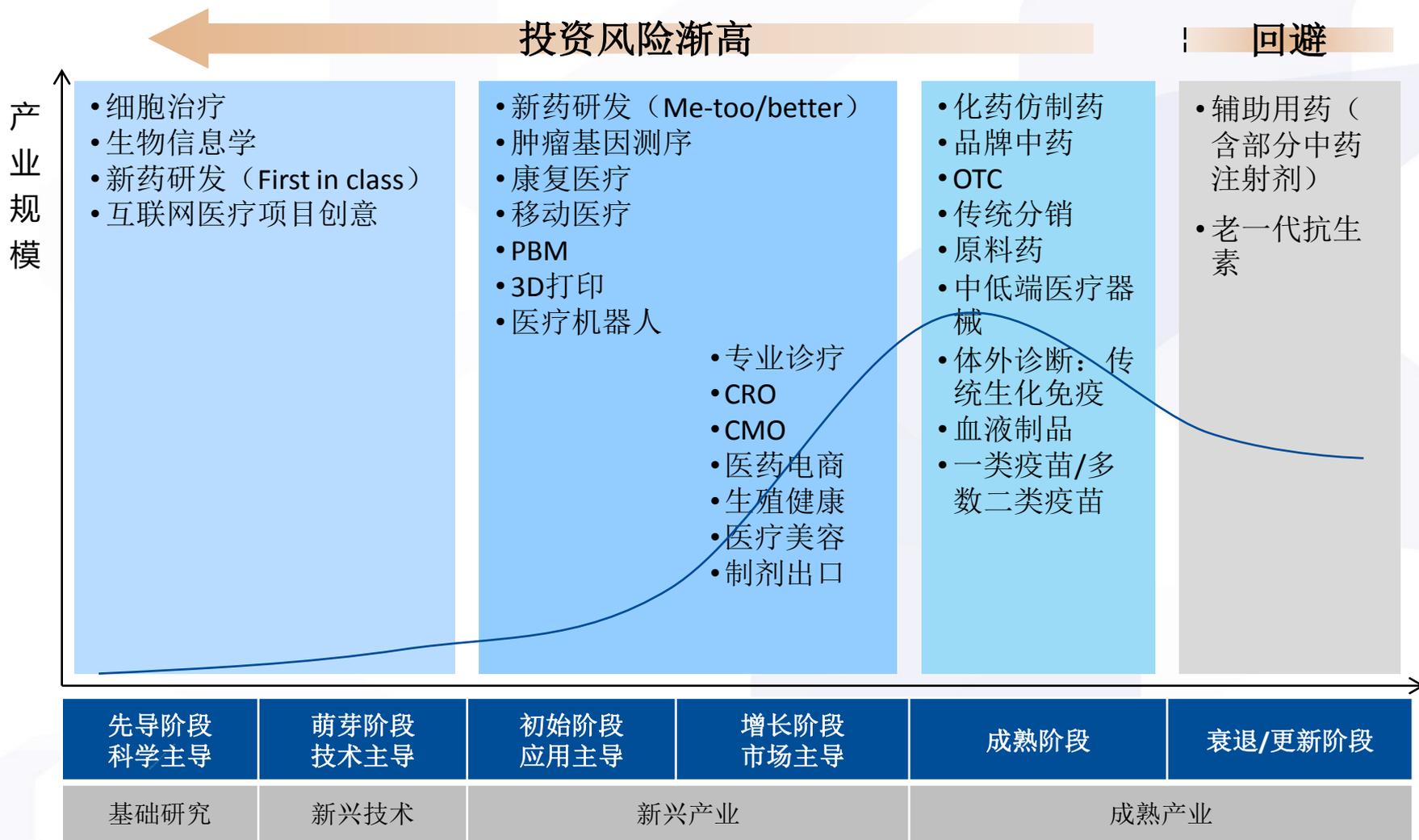
三维度方法：选股/风险发现 均适用

- 高估值甚至适度的泡沫化利于引导产业投资方向。上市公司本身就可化身为PE甚至VC投资主体。特别是政策导向进一步推动其投资活动向新兴领域倾斜，从而带动二级市场的估值方法不断向资本市场产业链前端推移：PE甚至VC化，到极端泡沫化时价值评价甚至接近天使投资。
- “市值 VS 对应的产业空间” 是发现和评价风险的有效方法，要警惕那些已严重透支的。

新兴产业：三个维度选股



沿产业进化路线的投资图谱



重点公司盈利预测和估值表

分类	公司代码	公司名称	现价(元)	每股收益(元)			市盈率(X)			投资评级
				2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	
医药商业	002462	嘉事堂	44.18	0.95	0.75	1.05	46	59	42	增持
医药商业	000963	华东医药	77.42	1.74	2.59	3.22	44	30	24	增持
医药商业	002727	一心堂	60.28	1.14	1.31	1.59	53	46	38	增持
医疗器械	300003	乐普医疗	40.50	0.52	0.73	0.93	78	55	43	增持
医疗器械	002223	鱼跃医疗	43.60	0.51	0.66	0.82	86	66	53	增持
医疗服务	300015	爱尔眼科	33.09	0.31	0.43	0.55	105	76	60	增持
中药	002412	汉森制药	24.05	0.40	0.41	0.50	61	58	48	增持
中药	002433	太安堂	14.80	0.26	0.34	0.42	58	44	35	增持
中药	600572	康恩贝	14.12	0.33	0.51	0.60	43	28	24	增持
中药	000538	云南白药	70.07	2.41	2.66	2.97	29	26	24	增持
中药	000423	东阿阿胶	48.02	2.09	2.49	2.85	23	19	17	增持
化学制剂	600276	恒瑞医药	51.47	0.77	1.01	1.27	66	51	41	增持
化学制剂	300016	北陆药业	39.99	0.28	0.33	0.51	143	121	78	增持
化学制剂	600079	人福医药	19.07	0.35	0.47	0.61	54	40	31	增持
化学原料药	603456	九洲药业	71.47	0.64	1.02	1.46	111	70	49	增持

资料来源：Wind，国泰君安证券研究。注：股价为2015年11月16日收盘价

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

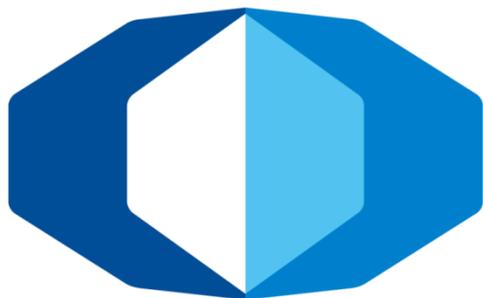
本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新



国泰君安证券

GUOTAI JUNAN SECURITIES